

伊利股份 (600887.SH) 2021Q1 业绩超预期, 利润有望持续释放

2021年04月29日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

张宇光 (分析师)

叶松霖 (联系人)

zhangyuguang@kysec.cn

yesonglin@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790120030038

日期	2021/4/29
当前股价(元)	42.08
一年最高最低(元)	51.85/27.55
总市值(亿元)	2,559.57
流通市值(亿元)	2,495.44
总股本(亿股)	60.83
流通股本(亿股)	59.30
近3个月换手率(%)	56.15

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-竞争趋缓, 费用率改善, 业绩弹性大》-2020.10.30

《公司信息更新报告-业绩表现靓丽, 竞争趋缓, 弹性可期》-2020.8.28

《公司信息更新报告-疫情影响业绩承压, 长期仍具配置价值》-2020.4.29

● 业绩超预期, 维持“买入”评级

公司 2020Q4 营收 230.2 亿元, 同比增 7.1%; 净利 10.5 亿元, 同比降 19.1%。2021Q1 营收 272.6 亿元, 同比增 32.7%; 净利 28.3 亿元, 同比增 147.7%。由于行业竞争格局趋缓, 我们上调盈利预测, 预计 2021-2023 年净利润为 83.8 (+1.5)、97.0 (+3.6)、115.3 亿元, EPS 分别 1.38 (+0.03)、1.59 (+0.06)、1.89 元, 当前股价对应 PE 为 28.5、24.6、20.7 倍, 公司份额仍可扩张, 维持“买入”评级。

● 低基数叠加需求恢复, 一季度营收快速增长

2020Q4 液态奶、奶粉业务分别+6.5%、+4.2%, 白奶保持较好的增长态势, 酸奶持续恢复。2021Q1 营收同比增 32%, 其中液态奶、奶粉、冷饮业务分别增 35.8%、23.1%、13.8%; 与 2019Q1 相比, 2021Q1 营收增 18%, 其中液态奶、奶粉、冷饮业务分别增 10.0%、56.3%、37.5%。2021Q1 营收增速加快主因: (1) 受疫情影响同期基数较低; (2) 2021Q1 消费需求旺盛, 重点产品如金典、安慕希增速超 30%; (3) 年初对基础白奶产品提价。预计全年可完成营收 1070 亿元的目标。

● 毛利率下降使 2020Q4 净利率回落, 销售费用率下降推动 2021Q1 净利率回升

2020Q4 净利率降 1.5pct, 主因原奶成本上行、春节较晚产品结构调整, 使毛利率降 3.4pct。2021Q1 净利率增 4.9pct 至 10.3%, 主因销售费用率降 3.6pct, 一是 2020Q1 投放较多费用消化库存, 基数较高; 二是原奶短缺背景下费用率一定程度收缩。

● 市占率稳步提升, 护城河稳固

疫情外部环境受到冲击, 反而是龙头市占率提升好时机, 公司市占率稳步提升。公司未来将坚守多业务发展的经营策略: (1) 以常温液态奶为主, 通过产品结构升级、渠道下沉、品牌投入, 不断提升市场份额, 巩固核心业务优势; (2) 积极布局奶粉、低温奶、奶酪等潜力业务, 参与行业发展红利; (3) 布局大健康领域, 拓展国际业务。展望未来, 随着原奶供需偏紧, 行业竞争趋缓, 公司毛销差或可持续提升; 规模效应显现下费率持平略降, 预计可达成 93 亿元的利润总额目标。

● **风险提示:** 宏观经济波动风险、市场拓展不及预期风险、原料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	90,009	96,524	107,011	118,794	132,219
YOY(%)	14.0	7.2	10.9	11.0	11.3
归母净利润(百万元)	6,934	7,078	8,380	9,701	11,525
YOY(%)	7.7	2.1	18.4	15.8	18.8
毛利率(%)	37.3	36.0	36.5	37.3	38.4
净利率(%)	7.7	7.3	7.8	8.2	8.7
ROE(%)	26.5	23.3	21.6	20.0	19.2
EPS(摊薄/元)	1.14	1.16	1.38	1.59	1.89
P/E(倍)	34.4	33.7	28.5	24.6	20.7
P/B(倍)	9.1	7.9	6.2	4.9	4.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	25706	28381	43647	44889	63181
现金	11325	11695	24556	25831	41464
应收票据及应收账款	1837	1759	2228	2198	2728
其他应收款	195	115	228	153	272
预付账款	1157	1290	1423	1588	1763
存货	7715	7545	9235	9142	10978
其他流动资产	3476	5976	5976	5976	5976
非流动资产	34755	42774	44498	46280	48285
长期投资	1961	2903	4123	5375	6611
固定资产	18296	23343	24463	25408	26318
无形资产	1409	1536	1596	1667	1852
其他非流动资产	13090	14992	14317	13831	13503
资产总计	60461	71154	88145	91169	111466
流动负债	31432	34768	44375	38687	48433
短期借款	4560	6957	6957	6957	6957
应付票据及应付账款	10801	11636	13036	13983	15598
其他流动负债	16071	16176	24382	17747	25878
非流动负债	2755	5853	4842	3831	2829
长期借款	1971	5137	4126	3115	2113
其他非流动负债	784	716	716	716	716
负债合计	34187	40622	49217	42517	51262
少数股东权益	143	149	165	187	215
股本	6096	6083	6083	6083	6083
资本公积	844	1417	1417	1417	1417
留存收益	21534	23541	27567	32688	39313
归属母公司股东权益	26131	30384	38764	48465	59989
负债和股东权益	60461	71154	88145	91169	111466

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8455	9852	17338	6319	21278
净利润	6951	7099	8396	9724	11552
折旧摊销	1958	2442	2462	2803	3174
财务费用	8	188	170	165	173
投资损失	-545	-600	-572	-586	-579
营运资金变动	-761	-450	6993	-5660	7078
其他经营现金流	845	1172	-110	-127	-120
投资活动现金流	-9999	-9043	-3504	-3872	-4480
资本支出	9243	6522	505	530	768
长期投资	694	-3346	-1220	-1244	-1236
其他投资现金流	-62	-5867	-4220	-4586	-4947
筹资活动现金流	-1016	-47	-973	-1172	-1166
短期借款	3037	2397	0	0	0
长期借款	1971	3166	-1012	-1011	-1002
普通股增加	18	-14	0	0	0
资本公积增加	-1997	573	0	0	0
其他筹资现金流	-4045	-6169	38	-160	-164
现金净增加额	-2498	367	12861	1275	15633

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	90009	96524	107011	118794	132219
营业成本	56392	61806	67962	74428	81486
营业税金及附加	577	547	646	695	786
营业费用	21070	21538	23756	26966	30410
管理费用	4285	4876	5351	5880	6479
研发费用	495	487	564	613	690
财务费用	8	188	170	165	173
资产减值损失	-241	-339	-118	-131	-145
其他收益	588	676	632	654	643
公允价值变动收益	78	171	125	148	136
投资净收益	545	600	572	586	579
资产处置收益	-25	-6	-14	-21	-17
营业利润	8280	8558	9994	11543	13683
营业外收入	30	49	39	44	42
营业外支出	116	457	212	233	255
利润总额	8194	8150	9821	11354	13470
所得税	1243	1051	1426	1630	1918
净利润	6951	7099	8396	9724	11552
少数股东损益	17	21	16	22	28
归母净利润	6934	7078	8380	9701	11525
EBITDA	10219	11002	12314	13942	16143
EPS(元)	1.14	1.16	1.38	1.59	1.89

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	14.0	7.2	10.9	11.0	11.3
营业利润(%)	7.7	3.4	16.8	15.5	18.5
归属于母公司净利润(%)	7.7	2.1	18.4	15.8	18.8
获利能力					
毛利率(%)	37.3	36.0	36.5	37.3	38.4
净利率(%)	7.7	7.3	7.8	8.2	8.7
ROE(%)	26.5	23.3	21.6	20.0	19.2
ROIC(%)	21.1	17.1	16.5	15.9	15.8
偿债能力					
资产负债率(%)	56.5	57.1	55.8	46.6	46.0
净负债比率(%)	-16.0	4.8	-31.3	-29.7	-51.7
流动比率	0.8	0.8	1.0	1.2	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.6	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.5	1.3	1.3	1.3
应收账款周转率	57.7	53.7	53.7	53.7	53.7
应付账款周转率	5.7	5.5	5.5	5.5	5.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.16	1.38	1.59	1.89
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	1.62	2.85	1.04	3.50
每股净资产(最新摊薄)	4.30	5.00	6.37	7.97	9.86
估值比率					
P/E	34.4	33.7	28.5	24.6	20.7
P/B	9.1	7.9	6.2	4.9	4.0
EV/EBITDA	22.9	21.8	18.4	16.1	12.9

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn